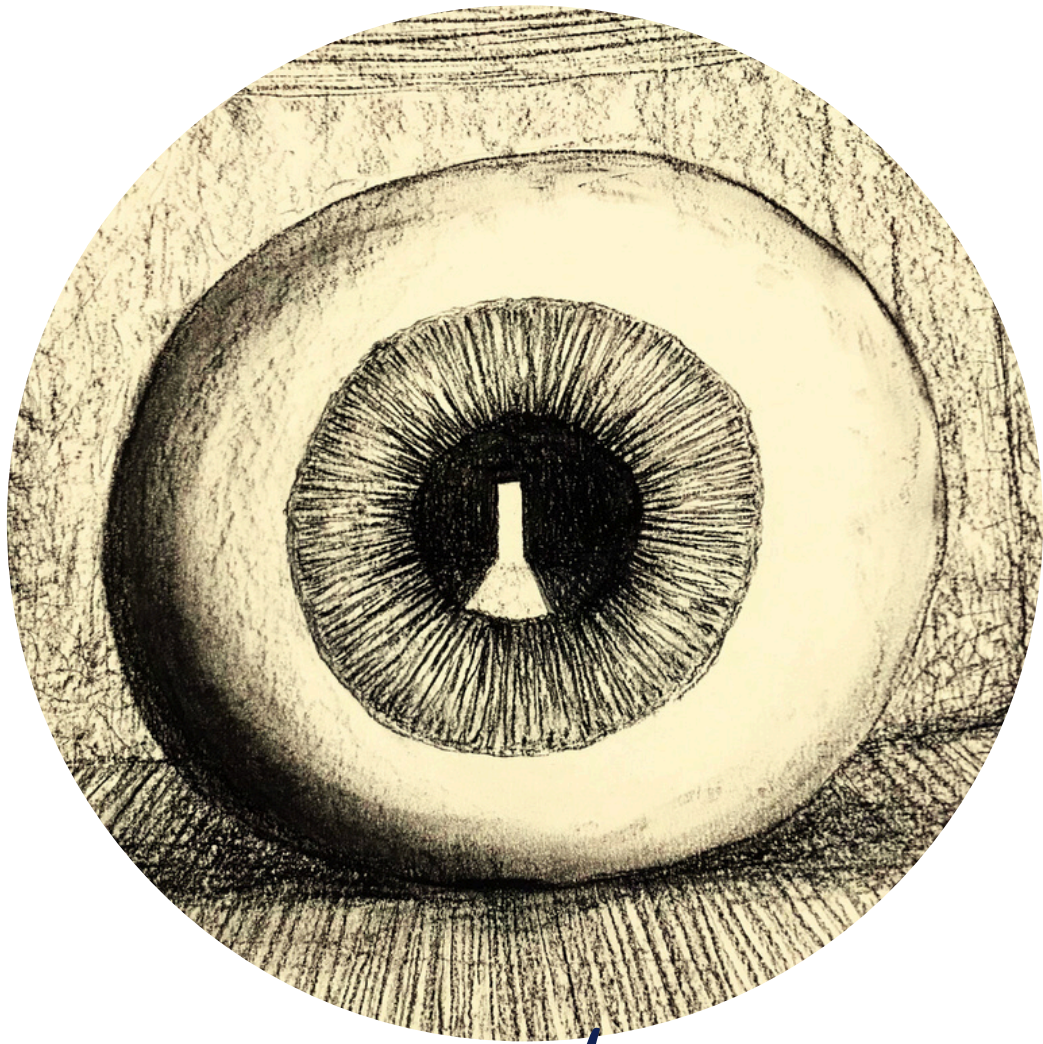




# *Notas breves*

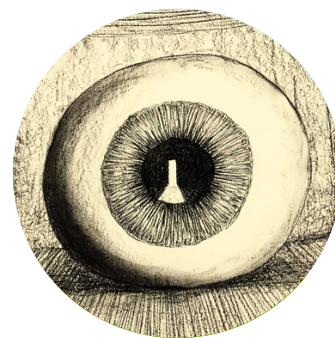
## SOBRE ECONOMÍA POLÍTICA

¿Por qué fracasa la valorización  
financiera de Milei?

Pablo Manzanelli

# Notas breves

## SOBRE ECONOMÍA POLÍTICA



---

Manzanelli, P. (2025): "¿Por qué fracasa la valorización financiera de Milei?" FLACSO-Área de Economía y Tecnología/CIFRA, septiembre 2025.



Facultad  
Latinoamericana de  
Ciencias Sociales.  
Sede Argentina.

Área de Economía  
y Tecnología.



# ¿POR QUÉ FRACASA LA VALORIZACIÓN FINANCIERA DE MILEI?

Manzanelli, P. \*

## I. INTRODUCCIÓN

El objetivo de estas breves notas es el de reflexionar en torno a la experiencia trunca de valorización financiera que se desplegó durante la primera parte del gobierno de Milei, que se caracterizó por impulsar burbujas financieras con desenlaces de corto plazo. En este sentido, la intención de este breve ensayo es la de evaluar la consistencia interna del programa económico en lo que concierne a la sostenibilidad del denominado *carry trade*, dejando de lado en esta oportunidad las consecuencias que modelos de esta naturaleza ocasionan sobre el entramado productivo y los ingresos, que constituyen el trasfondo de su inestabilidad estructural.

Al respecto, se puede afirmar que las experiencias con hegemonía de valorización financiera son, por definición, inestables. Como plantea la literatura, la expansión económica en base a burbujas especulativas tiene un fuerte efecto desestabilizador sobre la economía real, cuando la sobreinversión en el sector que inicialmente generó las expectativas de rentabilidad -y que acarrió el crecimiento en las cotizaciones bursátiles, los precios de los activos y el consumo a partir de la expansión del crédito- determina el inicio del derrumbe[1].

La desconexión entre el valor financiero y el productivo, que constituye su sustento real, es lo que provoca esas turbulencias financieras que en la economía argentina toman la forma de corridas cambiarias y que, a diferencia de lo mencionado previamente, no se inician en las expectativas de expansión en la economía real. Ese fue el caso del proceso de valorización financiera durante la última dictadura cívico-militar y la implosión de su crisis en 1981-82, el del régimen de convertibilidad y la gran crisis de fin de siglo, o la que tuvo lugar en el marco del intenso proceso de endeudamiento externo durante el gobierno de Macri y la crisis del bienio 2018-19[2].

A pesar de la inestabilidad inherente a esos procesos de valorización financiera, la duración de sus burbujas especulativas fue diferente en cada caso. En el marco de la última dictadura cívico-militar duraron 4 años, en la década de 1990 alrededor de 10 y en la de Macri apenas 2 años. Pues bien, lo distintivo de la experiencia actual bajo el gobierno de Milei es que los intentos de montar burbujas financieras duran meses en lugar de años. Se pinchan antes de consolidarse.

\* Investigador del CONICET en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Investigador y docente en FLACSO y UNQ. Coordinador del Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA-CTA).

[1] La crisis financiera ocurre en el denominado “momento Minsky”, que alude al autor que identificó cinco etapas en la formación de burbujas financieras: desplazamiento, auge, euforia, toma de ganancias y pánico (Minsky, 1986 y 2010). Un análisis sobre la expansión de burbujas bursátiles y sus desenlaces desde la hegemonía de las finanzas puede verse en Arceo (2011) y Brenner (2003).

[2] Sobre la valorización financiera en estas etapas, sus características distintivas y su agotamiento se recomienda consultar Basualdo (2006 y 2020).

Es por ello que en lo que sigue se plantean una serie de hipótesis, evidencias y reflexiones preliminares que tienen la finalidad de abordar los intentos frustrados de crear burbujas especulativas y de fundamentar las razones por las que eso ocurre.

## II. LOS CUATRO INTENTOS FRUSTRADOS

Desde que asumió el gobierno de la Libertad Avanza se pusieron en marcha cuatro intentos de conformar burbujas en base a lo que tradicionalmente se denominó bicicletas financieras y en la actualidad *carry trade*. Éstas se sustentaron en niveles de tasas de interés en moneda local que superan la tasa de devaluación de los dólares financieros a los que pueden acceder los inversores especulativos, generando altas tasas de retorno en moneda dura.

Una de las condiciones decisivas para que se consolide el *carry trade* es la estabilidad del tipo de cambio. En esta etapa se trató, fundamentalmente, del contado con liquidación (CCL) para el caso de empresas y fondos de inversión o el dólar MEP para el caso de ahorristas en forma previa a la apertura del “cepo” cambiario. Esto es así porque el *carry trade* implica que, primero, los dólares se cambien por pesos, luego se coloquen en un activo financiero que devenga un interés en moneda local (como por ejemplo las Letras del Tesoro Capitalizables en Pesos –LECAP– que fueron el principal instrumento), y finalmente se pasen los pesos con su ganancia a dólares.

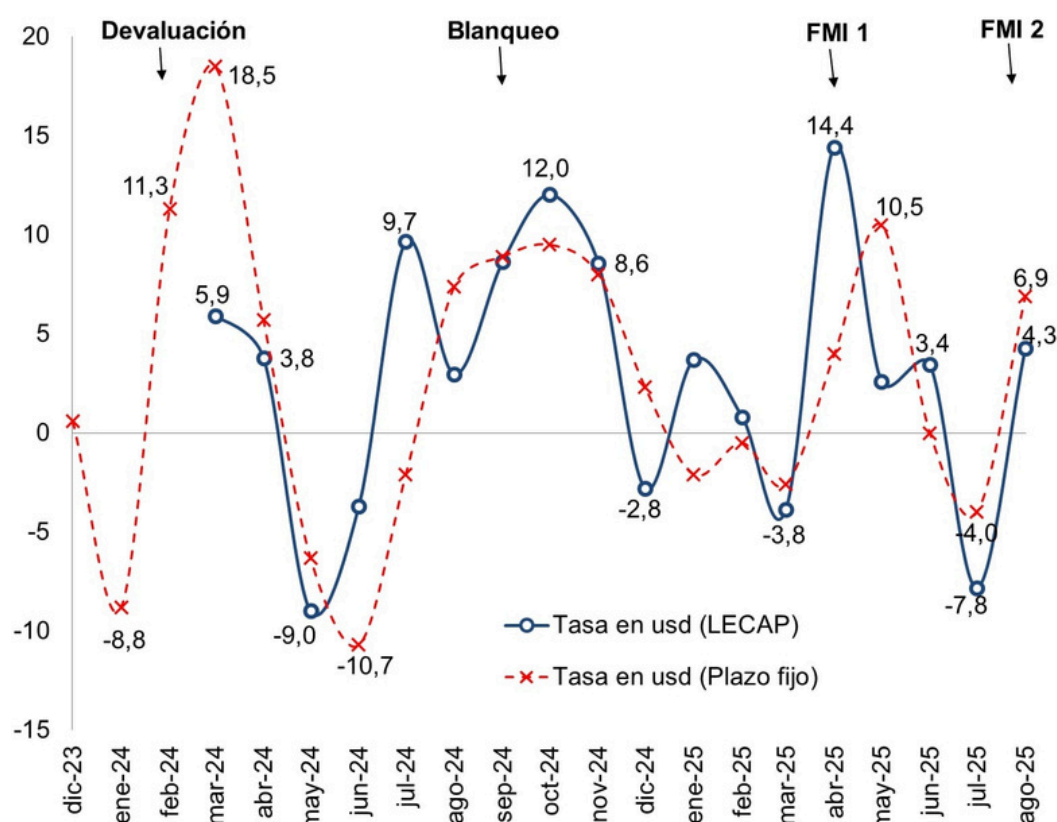
El Gráfico 1 exhibe las tasas mensuales en dólares que se obtuvieron en la economía argentina entre diciembre de 2023 y agosto de 2025, si se cambiaron dólares por pesos el último día hábil del mes anterior, se valorizaron los pesos en LECAP o Plazo fijo y si luego se cambiaron los pesos valorizados por dólares el último día hábil de ese mes. Es un ejercicio teórico que no necesariamente es el que realizaron los inversores, pero que tiene la virtud de exponer la importancia de las tasas de interés en dólares que estuvieron vigentes en la economía argentina, así como sus rápidos estrangulamientos, cuando la tasa de devaluación superó el nivel del interés en pesos.

La primera burbuja duró apenas tres meses entre febrero y abril de 2024 y alcanzó rendimientos mensuales en dólares elevados en el caso del Plazo fijo (entre el 5,7% y el 18,5%) y un promedio de 4,8% mensual en el caso de las LECAP. Esta burbuja obtuvo el financiamiento externo para sostener los tipos de cambio financieros del ajuste a las importaciones derivado de la devaluación de arranque y el retraso en el pago de las mismas por parte del gobierno lo que generó un ingreso de divisas al mercado de cambios por la vía del superávit comercial de casi 19.000 millones de dólares entre diciembre de 2023 y junio de 2024. A pesar de ese relevante ingreso de divisas, en mayo y junio se interrumpió la burbuja por la reducción de la tasa de interés y la suba de los dólares financieros que pasaron de los 1.014 a 1.281 pesos por dólar entre fines de abril y junio en el caso del dólar MEP y de 1.092 a 1.350 en el caso del CCL.



La segunda burbuja, en cambio, se puso en marcha a partir de agosto cuando se estabilizó el tipo de cambio y posteriormente se apalancó en el ingreso extraordinario de 23.300 millones de dólares por el blanqueo de capitales. Esta situación excepcional permitió la convergencia de la reducción del dólar financiero con tasas de interés en pesos en torno al 4% mensual que se reflejaron en rendimientos en dólares en torno al 8% mensual hasta noviembre. El desenlace de esta burbuja se produjo en el inicio de 2025, cuando se asistió a una fuerte inestabilidad en el sector externo que derivó en una reducción de 5.000 millones de dólares de las reservas internacionales del BCRA entre enero y mediados de abril de 2025.

**Gráfico 1.** Tasa de interés mensual en dólares de las LECAP y Plazo fijo (porcentajes) Diciembre 2023- Agosto 2025



Nota: los rendimientos mensuales en dólares se calcularon a partir de la tasa efectiva mensual de las Lecap y Plazo fijo 30-44 días y su relación a la variación del dólar (CCL para Lecap y MEP para Plazo fijo).

Fuente: elaboración propia en base al BCRA y Secretaría de Finanzas

El importante salvataje financiero del FMI pudo frenar la corrida que se había desatado en marzo y la primera quincena de abril, pero no pudo generar las condiciones para hacer sostenible el *carry trade*[3].

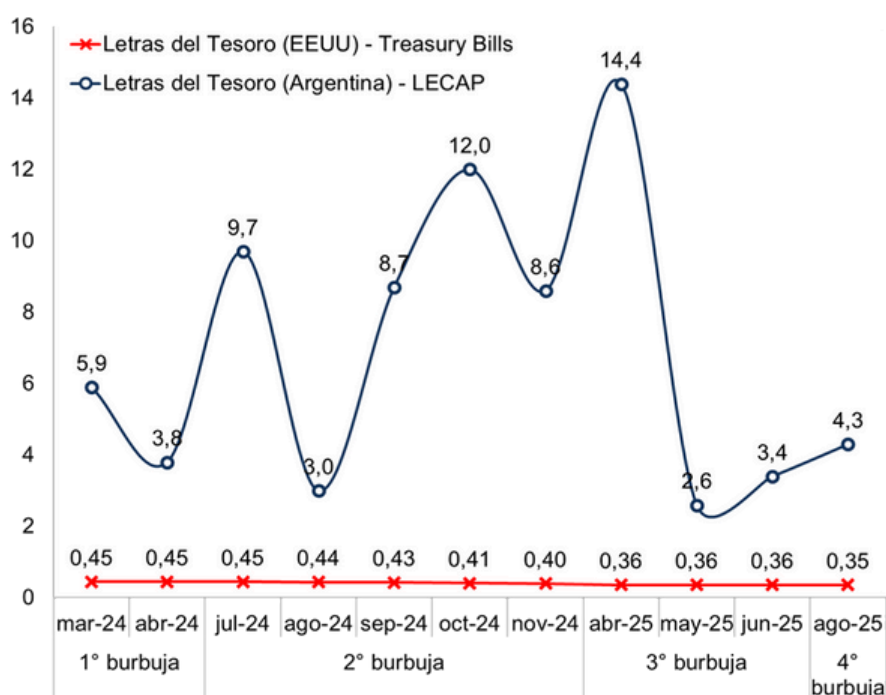
[3] Como se plantea en el informe de coyuntura N° 47 de CIFRA, "con la finalidad de sostener la burbuja financiera el gobierno desplegó un conjunto de medidas como la flexibilización de controles impositivos, eliminación de permanencia a capitales especulativos, emisión del BONTE 2030, intervención en el dólar futuro, etc. Sin embargo, no solo esas medidas no lograron el resultado esperado sino que la apertura del denominado "cepo" cambiario para personas derivó en la formación de activos externos del sector privado" (Manzanelli y Amoretti, 2025).

A tal punto esto es así que después de tres meses de rendimientos positivos en dólares –en las LECAP se obtuvo un promedio de 6,8% mensual y en los Plazo fijo 4,8%–, en julio se registraron rendimientos negativos ante la suba del tipo de cambio. Tal como había preanunciado el JP Morgan (2025) cuando recomendó el desarme de posiciones, las pérdidas en dólares se ubicaron en torno al 4,0% en el caso del Plazo fijo y del 7,8% para las LECAP.

No obstante, la tercera no fue la vencida. El nuevo desembolso de 2.069 millones de dólares por parte del FMI a comienzos de agosto y la relajación de la incumplida meta de acumulación de reservas, permitieron una precaria y cortoplacista estabilización del tipo de cambio después de la devaluación de fines de julio. Así el tipo de cambio oficial que había trepado a 1.386 pesos por dólar se redujo a 1.361 entre fines de julio y agosto. Junto al significativo ascenso de las tasas de interés de las LECAP y los Plazo fijo en agosto, ello derivó en tasas mensuales en dólares de 4,3% y 6,9% respectivamente, aunque todo parece indicar que no lograron mantenerse en septiembre.

Para cobrar una dimensión de la importancia de este nivel de interés en dólares vale la pena contrastarlo, a simple título ilustrativo, con las tasas de interés mensuales en dólares de las Letras del Tesoro de Estados Unidos (Gráfico 2). Allí se comprueba que mientras las LECAP rindieron 6,9% mensual en el promedio de los meses en los que se sostuvieron las burbujas financieras, las Letras del Tesoro de Estados Unidos rindieron 0,4% mensual en el promedio de esos meses (o 4,9% anual).

**Gráfico 2.** Tasa de interés mensual en dólares de las Letras del Tesoro de Argentina (LECAP) y de Estados Unidos (Treasury Bills) durante las burbujas de corto plazo  
Marzo 2024- Agosto 2025



Fuente: elaboración propia en base al US Department of the Treasury y Ministerio de Economía (Secretaría de Finanzas).

Por el contrario, el fracaso de esta valorización financiera fue la imposibilidad evidente de sostener las burbujas. Las mismas devengan altas de interés pero con alta volatilidad ya que los primeros tres intentos duraron de 3 a 5 meses. Esta situación contrasta con las experiencias históricas del país cuyas duraciones fueron superiores a pesar de sus fluctuaciones y alta incertidumbre estructural que es inherente a la valorización financiera.

En el marco de la última dictadura cívico-militar, cuando se impuso la hegemonía de la valorización financiera en la economía argentina, la tasa de interés local superó sistemáticamente a la variación del tipo de cambio y superó sistemáticamente a la tasa de interés internacional entre junio de 1977 y diciembre de 1980[4]. La única excepción ocurrió en noviembre de 1978 cuando se revirtieron las medidas contractivas en el punto más álgido del conflicto limítrofe con Chile. Solo en ese mes se vio afectada la renta financiera, pero rápidamente se recuperó y posteriormente se consolidó la burbuja financiera en el marco de la adopción del “enfoque monetario de la balanza de pagos” (la denominada “tablita” que planteaba una devaluación paulatina y decreciente, la apertura comercial y la libre movilidad de capitales) y a pesar de la suba en la tasa de interés internacional. Es en 1981 cuando se inicia la corrida cambiaria que detona la “tablita” con una devaluación del 10% en febrero y del 30% en abril y junio, y que inician una profunda recesión que perdurará durante el bienio 1981-82.

Por su parte, en el decenio de 1990 se asiste al período de más largo plazo en términos del sostenimiento de la valorización financiera en base al diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional a pesar de que fue cambiante en el tiempo[5]. Es decir que en todo el período 1991-2001 la renta financiera local fue más elevada que la vigente en el plano internacional, sosteniendo un período largo de valorización financiera en donde la sostenibilidad de la paridad cambiaria (régimen convertible 1 peso por dólar) fue posible por la negociación del Plan Brady que permitió reiniciar un nuevo ciclo de endeudamiento externo público y privado y las privatizaciones de empresas públicas, que trajeron aparejada un ascenso significativo de la inversión extranjera directa.

Por último, el proceso de valorización financiera de Macri tuvo la particularidad, como se verá luego, de contar con un acelerado endeudamiento externo que aprovechó la situación de la deuda derivada de los canjes 2005 y 2010. Ese fue el sustento de un nuevo proceso de valorización financiera impulsada en base a tasas de interés en pesos de las Letras del Banco Central (LEBAC) que superaban la variación del tipo de cambio entre enero de 2016 y, con sus más y sus menos, abril de 2018.

[4] Puede consultarse Basualdo (2006) y Frenkel (1980).

[5] Refiriéndose al diferencial positivo entre la tasa de interés local y la internacional Basualdo (2006: 332) sostiene que: “Durante la primera etapa de la convertibilidad fue sumamente elevada pero igualmente descendente para luego incrementarse durante la crisis del Tequila y volver a descender hasta el comienzo de la crisis definitiva, expandiéndose en los dos años finales.”

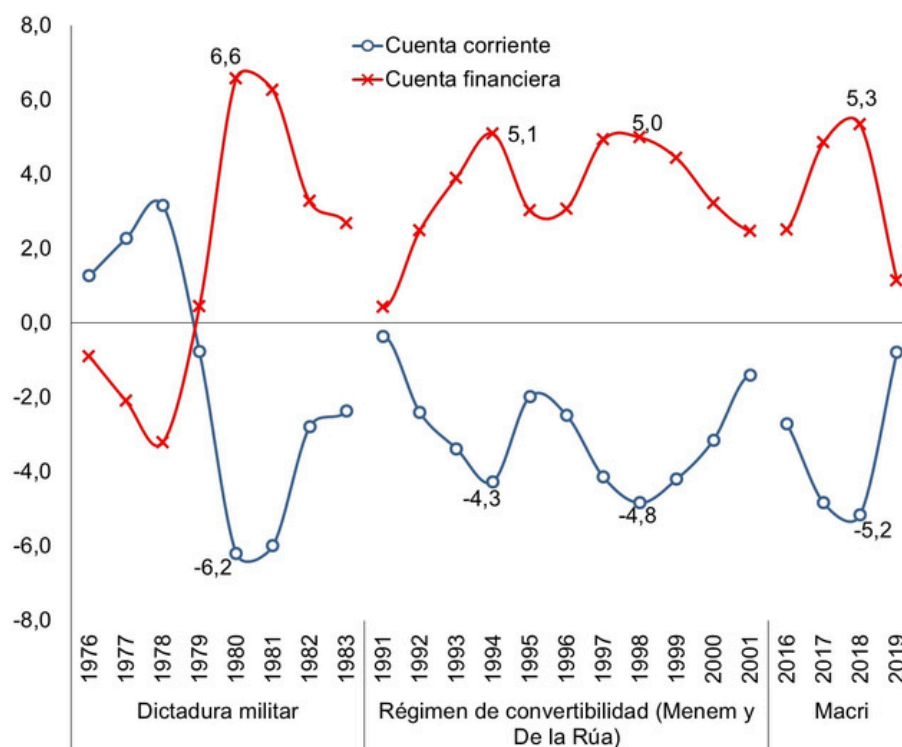
Es precisamente a fines de abril cuando se desató la corrida cambiaria que marcó el inicio de una crisis que perduró hasta 2019. Si bien se trató de una bicicleta financiera de menor plazo que las anteriores (2 años y 4 meses), fue muy superior a las que intentó generar el gobierno actual[6].

Este breve recuento de las experiencias pasadas amerita una aclaración que, aunque obvia para la mayoría de los lectores, no está demás hacer. No es el propósito de este trabajo el de elogiar la política económica de los tres momentos mencionados, ya que como se planteó todo proceso de valorización financiera es en sí mismo inestable y conlleva profundas y regresivas transformaciones en la estructura productiva y en la distribución del ingreso. En cambio, son expuestas con el objeto de dimensionar el fracaso del programa económico del actual gobierno que busca imponer un nuevo proceso de valorización financiera sin generar las condiciones que le permitan sostenerlo. De allí que resulte importante adentrarse ahora en las razones de ese fracaso.

### III. LOS FUNDAMENTOS DEL FRACASO

En la generalidad de los casos, todo proceso de valorización financiera tiende a afectar, por diversas razones, a la cuenta corriente de la balanza de pagos y financiarla con la cuenta financiera. Las evidencias empíricas que constan en el Gráfico 3, permiten corroborar que, más temprano o más tarde, eso se verificó en los diversos períodos históricos en los que predominó la valorización financiera.

**Gráfico 3.** Saldo de cuenta corriente y financiera de la Balanza de Pagos como porcentaje del PBI durante las burbujas financieras (porcentaje), 1976-2019



Fuente: elaboración propia en base a Ferreres (2010) y al INDEC.

[6] Las similitudes y diferencias que tuvo las distintas fases de valorización financiera, que son omitidas en este breve ensayo, pueden consultarse en Basualdo et. al. (2020).

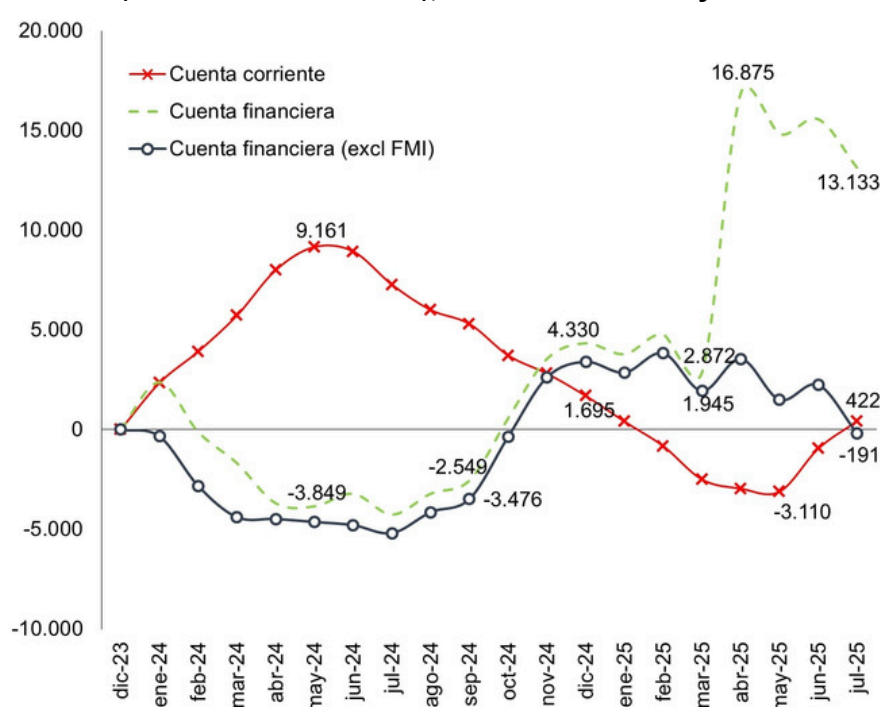


Esto es así porque la sostenibilidad del tipo de cambio para garantizar los rendimientos financieros en dólares acarrea, después de la devaluación inicial que suelen desplegar estos programas de ajuste, la apreciación cambiaria y, con ella, tendencias a la reducción o eliminación del superávit comercial, lo que se ve afectado también por la apertura comercial que acompañan estas políticas. Asimismo, el atraso del dólar tiende a generar incentivos a profundizar el déficit de turismo. Finalmente, el endeudamiento externo que se requiere para cubrir esas tendencias y sostener el tipo de cambio, inicia un proceso de mayores pagos de intereses de la deuda que, en conjunto con la reducción del superávit comercial y la acentuación del déficit de servicios, deterioran el saldo de la cuenta corriente y aumentan, así, la carga del financiamiento sobre la cuenta financiera.

Por lo tanto, un aspecto imprescindible para examinar la sustentabilidad (o no) de la valorización financiera de Milei consiste en indagar cómo se dieron estos fenómenos y, en particular, el papel del endeudamiento externo en tanto vehículo indispensable de la cuenta financiera.

A partir de considerar la estimación del Balance Cambiario del Banco Central[7], se verifica una tendencia a la reducción de los saldos acumulados de la cuenta corriente a partir de julio de 2024, que solo se ven temporalmente interrumpidos por la liquidación del agro en junio y julio de 2025 (Gráfico 4). Por su parte, en los primeros 5 meses de 2025 el déficit de la cuenta corriente fue de 4.800 millones de dólares, que sin el FMI no se hubieran podido financiar con la cuenta financiera: si se excluye las operaciones con el FMI en ese período se registró un déficit 1.900 millones de dólares en la cuenta financiera. De allí la pérdida de reservas previas al salvataje del Fondo.

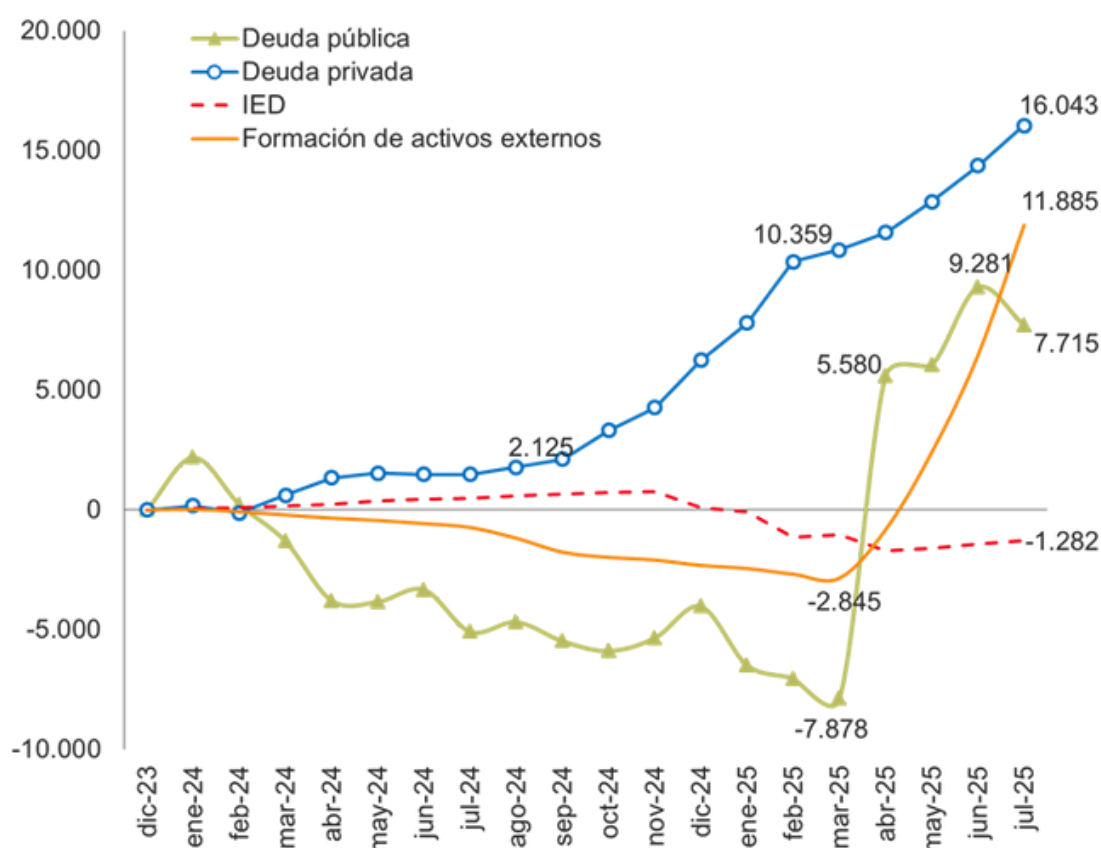
**Gráfico 4.** Flujos acumulados del saldo de cuenta corriente y financiera del Balance Cambiario del BCRA (millones de dólares), Diciembre 2003- Julio 2025



Fuente: elaboración propia en base al BCRA (Balance Cambiario).

Si se adopta el análisis de la deuda externa a partir del Balance Cambiario se llega a la conclusión de que la deuda pública no solo no aumentó, sino que se redujo en forma previa al acuerdo con el FMI. Como indica el Gráfico 5, la deuda pública descendió en torno a los 7.800 millones de dólares entre diciembre de 2023 y marzo de 2025. Dada las características del régimen puede afirmarse que se trató de un “desendeudamiento forzoso” ya que las iniciativas del gobierno fueron en el sentido contrario.

**Gráfico 5.** Flujos acumulados de deuda pública y privada, de inversión directa y de formación de activos externos (millones de dólares), Diciembre 2003- Julio 2025



Nota: la deuda pública se estimó en base a la adición de “Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito”, “Operaciones con el FMI”, “Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales” y “Otras operaciones del sector público nacional”, y sustrayendo los “Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito” del sector privado.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA (Balance Cambiario).

Lo propio cabe en términos de la inversión extranjera: en lugar de verificarse ingresos de divisas por esta vía se constató una repatriación de capital extranjero que acumuló un resultado negativo de 1.282 millones de dólares entre diciembre de 2023 y julio de 2025.

[7] La estimación del Balance Cambiario del BCRA, cuyas series son mensuales en lugar de trimestrales, tienen una mayor actualización que los de la Balanza de Pagos del INDEC. Por una cuestión de comparabilidad histórica (la serie del Balance Cambiario se inicia en 2003), el análisis de la Balanza de Pagos de los procesos de valorización financiera anteriores (Gráfico 3) se realizó a partir de cálculo del INDEC. Para evaluar la situación actual cabe mencionar que la estimación de la Balanza de Pagos del INDEC registró un saldo de cuenta corriente deficitario de 5.191 millones de dólares en el primer trimestre de 2025.

El único factor dinámico en este sentido fue el endeudamiento privado en moneda extranjera que estuvo impulsado por el blanqueo de capitales. Por esta vía ingresaron 16.000 millones de dólares en lo que va del gobierno de Milei. No obstante, cabe señalar que este apalancamiento muestra algunos signos de agotamiento a partir de diversos casos de cesación de pagos (Generación Mediterránea, Central Térmica Roca, Celulosa, Petrolera Aconcagua, Grobocopatel, Agrofin, Red Surcos).

La situación descripta de la deuda pública cambia a partir del acceso al prestamista de “última instancia”, es decir del acuerdo con el FMI a mediados de abril de 2025. A partir de allí se registra un incremento de más de 15.500 millones de dólares hasta julio, de los cuales 12.396 millones corresponden al FMI. Sin embargo, como contrapartida del acuerdo, las desregulaciones cambiarias para la compra de dólares de las personas –no así de las empresas– conllevó un problema adicional: la aceleración de la formación de activos externos que acumuló 14.730 millones de dólares en apenas tres meses y medio. Dadas las características del acuerdo con el FMI, y la adopción de bandas de “libre” flotación, esto no se reflejó aún en una caída importante de reservas sino en la suba del tipo de cambio oficial.

En efecto, el intento frustrado de impulsar la valorización financiera en tiempos de Milei se asocia, fundamentalmente, a la incapacidad para acceder al endeudamiento público externo, que en todas las experiencias anteriores jugó un papel destacado. Para sustentar esta afirmación en el Cuadro 1 consta el stock de deuda externa (pública y privada) en los períodos de valorización financiera, según la serie de deuda externa de la Balanza de Pagos del INDEC, que es la que permite construir una serie histórica comparable.

Desde esta perspectiva se advierte que durante el gobierno de Milei no solo se produjo un “desendeudamiento forzoso” de la deuda pública (-6.074 millones de dólares entre 2023 y el primer trimestre de 2025) sino que la deuda privada se mantuvo prácticamente estable (se elevó en apenas 184 millones), por lo que la deuda externa total se redujo en 5.890 millones de dólares. Esta diferencia podría estar indicando que una parte relevante del endeudamiento privado que registra el Balance cambiario se realizó con tenedores locales, probablemente incentivados en el marco del blanqueo[8].

Por el contrario, durante la última dictadura cívico-militar se registró un aumento de la deuda externa total de 35.800 millones de dólares entre 1975 y 1983, lo que equivale a alrededor de 96.000 millones de dólares a precios de 2024 o el 51,0% del PBI.

[8] Esto es posible ya que en la definición del Balance Cambiario de “Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito” se incluye el financiamiento en moneda extranjera otorgado a residentes por bancos locales: “comprende el otorgamiento y cancelación de financiamiento de no residentes a residentes mediante préstamos, títulos de deuda negociables, líneas de crédito y otros instrumentos de deuda y el financiamiento en moneda extranjera otorgado a residentes por bancos locales, a excepción de las prefinanciaciones de exportaciones de bienes. Asimismo, se incluyen los flujos de préstamos otorgados por organismos internacionales y otros bilaterales a residentes.” (BCRA, 2025).

Se trató de un inédito nivel de endeudamiento externo que partió de una economía con bajo nivel de deuda y que, por las características de la valorización financiera que impulsó la dictadura militar, primero se basó en el endeudamiento privado, la colocación en activos financieros internos y la fuga de capitales al exterior. El endeudamiento del sector público sirvió para posibilitar la fuga de capitales, sostener las altas tasas de interés y, cuando se produjo el desenlace de la burbuja, se vio incrementada por la estatización de la deuda privada (Basualdo, 2006). Así, la deuda externa pública se incrementó en 24.600 millones de dólares que representaba el 35,1% del PBI y casi 70.000 millones de dólares medidos en precios de 2024.

**Cuadro 1.** Stock de deuda externa total, pública y privada (millones de dólares) 1975-1er trimestre 2025

|                  | Deuda<br>externa total | Deuda<br>externa<br>pública | Deuda<br>externa<br>privada |
|------------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 1975             | 7.800                  | 4.000                       | 3.800                       |
| 1976             | 8.300                  | 5.200                       | 3.100                       |
| 1977             | 9.600                  | 6.000                       | 3.600                       |
| 1978             | 12.500                 | 8.400                       | 4.100                       |
| 1979             | 19.100                 | 10.000                      | 9.100                       |
| 1980             | 27.200                 | 14.500                      | 12.700                      |
| 1981             | 35.600                 | 20.000                      | 15.600                      |
| 1982             | 43.600                 | 28.600                      | 15.000                      |
| 1983             | 45.100                 | 31.700                      | 13.400                      |
| <b>1975-82</b>   | <b>35.800</b>          | <b>24.600</b>               | <b>11.200</b>               |
| <b>TAA (%)</b>   | <b>24,5%</b>           | <b>29,5%</b>                | <b>17,1%</b>                |
| <b>% PIB</b>     | <b>51,0%</b>           | <b>35,1%</b>                | <b>16,0%</b>                |
| 1991             | 61.337                 | 52.739                      | 8.598                       |
| 1992             | 62.972                 | 50.678                      | 12.294                      |
| 1993             | 72.425                 | 53.606                      | 18.819                      |
| 1994             | 87.524                 | 61.268                      | 26.256                      |
| 1995             | 101.462                | 67.192                      | 34.271                      |
| 1996             | 114.423                | 74.113                      | 40.310                      |
| 1997             | 129.964                | 74.912                      | 55.052                      |
| 1998             | 147.634                | 83.111                      | 64.523                      |
| 1999             | 152.563                | 84.750                      | 67.813                      |
| 2000             | 155.015                | 84.936                      | 70.078                      |
| 2001             | 149.248                | 87.911                      | 61.338                      |
| <b>1992-01</b>   | <b>87.911</b>          | <b>35.172</b>               | <b>52.740</b>               |
| <b>TAA (%)</b>   | <b>9,3%</b>            | <b>5,2%</b>                 | <b>21,7%</b>                |
| <b>% PIB</b>     | <b>33,7%</b>           | <b>13,5%</b>                | <b>20,2%</b>                |
| 2015             | 167.412                | 101.659                     | 65.753                      |
| 2016             | 181.432                | 122.022                     | 59.410                      |
| 2017             | 234.549                | 161.289                     | 73.260                      |
| 2018             | 277.932                | 197.330                     | 80.602                      |
| 2019             | 278.489                | 197.401                     | 81.088                      |
| <b>2015-19</b>   | <b>111.077</b>         | <b>95.742</b>               | <b>15.335</b>               |
| <b>TAA (%)</b>   | <b>13,6%</b>           | <b>18,0%</b>                | <b>5,4%</b>                 |
| <b>% PIB</b>     | <b>19,7%</b>           | <b>17,0%</b>                | <b>2,7%</b>                 |
| 2023             | 283.964                | 180.799                     | 103.164                     |
| 2024             | 277.257                | 175.106                     | 102.151                     |
| I 2025           | 278.073                | 174.725                     | 103.348                     |
| <b>2023-I 25</b> | <b>-5.890</b>          | <b>-6.074</b>               | <b>184</b>                  |
| <b>TAA (%)</b>   | <b>-1,7%</b>           | <b>-2,7%</b>                | <b>0,1%</b>                 |
| <b>% PIB</b>     | <b>-0,9%</b>           | <b>-0,9%</b>                | <b>0,0%</b>                 |

Fuente: elaboración propia en base a Manzanelli y Barrera (2019), INDEC y Banco Mundial

Por su parte, en la década de 1990 también se comprueba un elevado ciclo de endeudamiento externo que fue posible después de la renegociación de la deuda que destrabó el Plan Brady y la “comunidad de negocios” que supusieron las privatizaciones de empresas públicas. En este período la deuda externa más dinámica fue la del sector privado ya que las empresas privatizadas participaron activamente de la valorización financiera. Sin embargo, no solo se evidenció un importante ciclo de endeudamiento externo público y privado (87.911 millones de dólares entre 1991 y 2001, equivalente al 33,7% del PBI) sino también un fuerte ingreso de divisas por la vía de la inversión extranjera directa en el marco de las privatizaciones y la extranjerización de diversos segmentos de la economía argentina (+78.600 millones de dólares). Ambos fenómenos permitieron sostener la paridad cambiaria del régimen convertible a pesar de las salidas de divisas por la cuenta corriente y la fuga de capitales.

Más cercano en el tiempo, el mega endeudamiento de Macri tuvo en la deuda externa pública a su factor más dinámico: 95.742 millones de dólares en apenas 4 años, de los 111.077 millones de deuda externa total contraída bajo esa administración. Como se mencionó, esto fue posible por el bajo nivel de la deuda pública en moneda extranjera que heredó esta gestión después de los canjes de 2005 y 2010 durante los gobiernos kirchneristas.

#### **IV. REFLEXIONES FINALES**

De las diversas reflexiones y evidencias que se plasmaron en estas notas surgen elementos contundentes como para afirmar el fracaso de la primera parte del gobierno de Milei para instalar un proceso de valorización y que esa situación obedeció al hecho de que el país carece del financiamiento externo que le permita instaurar un nuevo ciclo de endeudamiento externo y, de esa forma, financiar el déficit de cuenta corriente a través de la financiera.

Por lo tanto, se podría afirmar a modo de hipótesis de que estamos ante un programa que está por fuera de su tiempo histórico. La situación mundial dista de la de los “petrodólares” de mediados de los años setenta que derivaron en la crisis de la deuda latinoamericana, del mismo modo que la apertura comercial que implementa el gobierno de Milei tiende a absorber saldos exportables que se generan en el marco de la “guerra comercial”.

Pero más importante aún es que el intento frustrado de valorización financiera de Milei desconoce la herencia doméstica que recibió: la crisis de deuda que incubó el gobierno de Macri y que el Frente de Todos no pudo resolver con la renegociación que llevó a cabo, dándole una solución cortoplacista[9].

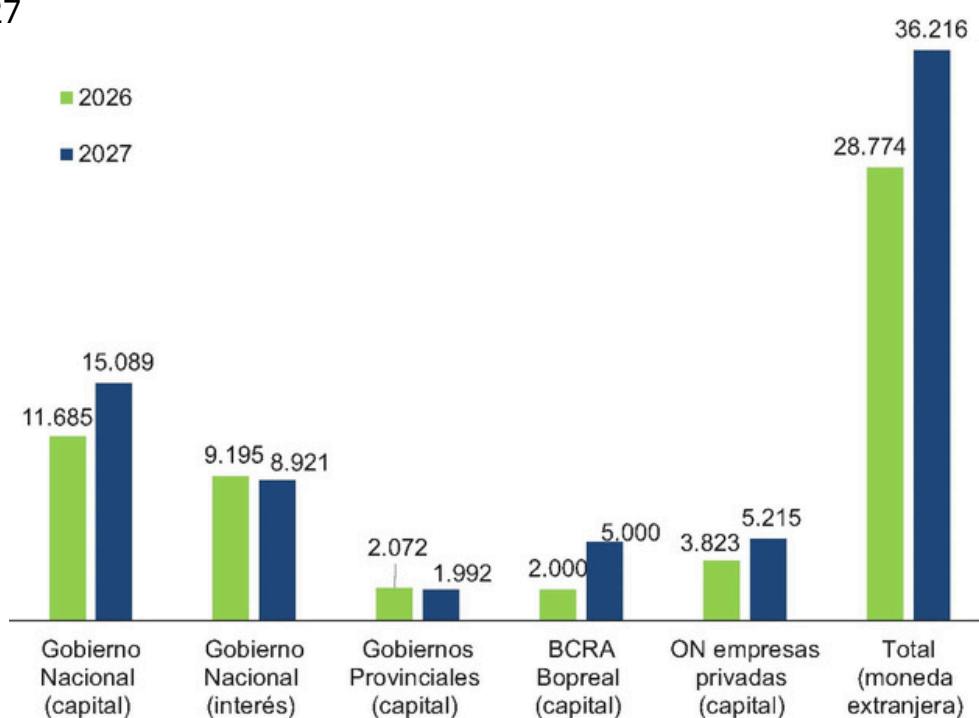
[9] Al respecto se recomienda consultar Manzanelli (2024). Allí se concluye que: “Los hallazgos producidos permiten afirmar que la renegociación de la deuda implicó una quita nominal negativa (-14,4%) de los vencimientos totales en moneda extranjera entre 2022 y 2032 y una quita a valor presente del 10,7%, considerando una elevada tasa de rendimiento del 10%. Así, probablemente la principal o única virtud de la restructuración fue la de posponer por pocos años los vencimientos, aunque tal virtud se ve opacada por las restricciones que se derivaron del acuerdo de Facilidades Extendidas alcanzado con el FMI. En efecto, se trató de una salida cortoplacista de la crisis de la deuda que se consumó durante la segunda modalidad de la valorización financiera (2016-2019), que no logró revertir la insostenibilidad de la deuda y, por ende, sus condicionamientos.”



Bajo un diagnóstico distinto el gobierno actual empeora los términos del problema, generando vencimientos en moneda extranjera que son complejos de refinanciar en el marco del deterioro de la cuenta corriente.

En el Gráfico 6 se exhiben los vencimientos de capital e interés en moneda extranjera del sector público nacional y provincial, el BCRA y los de las obligaciones negociables de las grandes empresas privadas. Se trata de una situación por demás crítica: el total de vencimientos asciende a 28.774 millones de dólares en 2026 y trepa a 36.216 millones en 2027. Difícilmente el excedente comercial que se achica pese a la expansión de las exportaciones energéticas pueda sostener esos niveles de vencimientos. No está demás decir que esto es absolutamente independiente del resultado fiscal.

**Gráfico 6.** Vencimientos de deuda en moneda extranjera del sector público consolidado y del sector privado (Obligaciones Negociables) (millones de dólares), 2026-2027



Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas y Subsecretaría de Coordinación Fiscal Provincial, FMI, BCRA y CNV.

De allí que las burbujas financieras sean trucas y tengan duraciones de meses en lugar de años. Todas las experiencias históricas anteriores que apalancaron las burbujas en el endeudamiento externo, o bien partieron de bajos niveles de endeudamiento y, por ende, de servicios de la deuda, o bien recrearon esas situaciones mediante renegociaciones que pueden ser beneficiosas como el canje de 2005 o costosas como el Plan Brady.

En efecto, tanto la sostenibilidad de un proceso de valorización financiera como la de uno alternativo que se sustente en la economía real deberá abordar esta problemática crucial, que lejos de morigerarse se agrava en el tiempo.

## V. BIBLIOGRAFÍA

- Arceo, Enrique (2011). El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial. Ed. Cara o Ceca.
- Basualdo, Eduardo M. (2006). Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad. Siglo XXI editores.
- Basualdo, Eduardo M. y otros (2020). Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri. Siglo XXI editores.
- CRA (2025). "Metodología de compilación de las estadísticas del Mercado de Cambios y Balance Cambiario". Gerencia de Estadísticas del Sector Externo del Banco Central de la República Argentina.
- Brenner, Robert (2003). La expansión económica y la burbuja bursátil. Ed. Akal.
- Ferreres, Orlando (2010). Dos siglos de economía argentina. Fundación Norte y Sur.
- Frenkel, Roberto (1980). "El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina". Desarrollo Económico, IDES.
- J.P.Morgan (2025). "Argentina: Taking a breather. Take profits in long LECAP recommendation". Latin American Emerging Markets Research, 27 de junio de 2025.
- Manzanelli, P. (2024). "Los alcances y los límites de la restructuración de la deuda durante el gobierno del Frente de Todos". Revista Transformar N° 1. Departamento de Economía y Administración, Universidad Nacional de Quilmes.
- Manzanelli, Pablo y Amoretti, Leandro (2025). "Informe de coyuntura". CIFRA N° 47, julio 2025.
- Manzanelli, Pablo y Barrera, Mariano (2019). "Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica". Cuadernos de Economía Crítica, N° 5.
- Minsky, Hyman P. (1986). Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press.
- Minsky, Hyman P. (2010). "La hipótesis de la inestabilidad financiera". Revista de Economía Crítica N° 9, 2010.